

حوكمة الشركات: ودورها في زيادة مستوى الإفصاح وتقليل الفساد وأثرها على كفاءة الاسواق المالية

Corporate governance: Its role in increasing the level of disclosure and reducing corruption and its impact on the efficiency of financial markets

أ. مصباحي محمد الامين

جامعة حمة الاخضر الوادي / الجزائر

mesbahi2011@gmail.com

Received: 18/10/2016

Accepted: 17/12/2016

Published: 27/03/2017

ملخص:

نحاول إن ما يشهده العالم اليوم من تحرير لاقتصادات السوق وما يتبعها من تغيرات في أسواق المال، وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية لها تأثير بالغ على الاقتصاديات الوطنية، قد أدى إلى زيادة حدة المنافسة، وفي أحيان أخرى أدى إلى حدوث انهيارات مالية، نتيجة قيام العديد من الشركات بممارسات إدارية ومالية خاطئة، والتي تمثل نوعا من التصرفات المهنية غير الأخلاقية من قبل الإدارة بصفتها وكلاء عن المساهمين، وذلك سعيا وراء تحقيق مصالح شخصية على حسابهم.

وفي أعقاب الأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها العديد من دول العالم، والتي كان من أبرز أسبابها نقص الإفصاح وانعدام الشفافية وغياب المساءلة في الشركات، إضافة إلى استخدام أدوات مختلفة للتلاعب في السياسات المحاسبية قصد التأثير على البيانات المحاسبية، مما دعا إلى ضرورة الاستعانة بآليات حديثة للإدارة والرقابة، تساهم في تحسين جودة المعلومات المحاسبية المنشورة بما يرفع من مستوى الإفصاح، ليكون بذلك الأثر إيجابيا على مستوى أداء الشركات وعلى مستوى كفاءة السوق المالي، ألا وهي حوكمة الشركات.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، الإفصاح، المعلومات المحاسبية، المساءلة والشفافية، كفاءة السوق المالي، الفساد المالي.

Abstract:

We are trying to see the liberalization of market economies and the consequent changes in financial markets and their consequent economic consequences on national economies, which have led to increased competition and, in some cases, financial collapses. Of companies with the wrong administrative and financial practices, which represent a kind of unethical professional behavior by the Department as an agent of the shareholders, in pursuit of personal interests at their expense.

In the wake of the economic and financial crises witnessed by many countries of the world, the main reasons for which are lack of disclosure, lack of transparency and lack of accountability in companies, in addition to the use of different tools to manipulate accounting policies to affect the accounting data, which called for the need to use modern mechanisms of management and control , Contributes to improving the quality of published accounting information, thus raising the level of disclosure, so as to have a positive impact on the level of performance of companies and the level of efficiency of the financial market, namely corporate governance.

Key Words: Corporate governance, disclosure, accounting information, accountability and transparency, financial market efficiency, financial corruption.

تمهيد:

شهد عالم المال والأعمال في الألفية الجديدة جملة من التحولات والتغيرات الناجمة في معظمها عن عديد الأزمات المالية والاقتصادية، والتي هزت العديد من الاقتصادات، لتبرز حوكمة الشركات كأحد المواضيع الضرورية لأعمال الشركات، والاسواق المالية، والحكومات والمنظمات الدولية. ولا ريب إن قلنا أن أسباب هذه الاضطرابات تعود في معظمها إلى الفساد المالي والإداري، علما أن الفساد المالي يرجع في أحد جوانبه إلى دور مراجعي الحسابات وتأكيدهم على مدى صحة القوائم المالية وما تتضمنه من معلومات محاسبية، هذه الأخيرة التي تشكل النواة الأولى التي تبنى عليها قرارات الشركة، حيث أنها تعبر عن القيمة الاقتصادية لثروتها في لحظة معينة.

ولما تزايد الاعتماد على المعلومات المحاسبية المستمدة من القوائم المالية، وذلك نتيجة التغيرات الحاصلة في البيئة الاقتصادية والمتمثلة في اتجاه الدول العربية نحو الخصخصة والاقتصاد الحر الذي تحركه آليات اقتصاد السوق، فإن تحليل تلك المعلومات من شأنه أن يعطي رؤية أوضح لمتخذي القرار. إلا أن المرونة الممنوحة إلى إدارة الشركة لإختيار بين بدائل الفنيات المحاسبية قد يشكل نوعا من التلاعب لتحقيق أرباح غير عادية، مما قد يؤثر على مصداقية المعلومات ومحتواها الإخباري.

من هنا تتجلى أهمية الإفصاح في الحفاظ على عدالة الفرصة ومصداقية المعلومات الواردة إلى الاسواق المالية، مما يعزز الثقة في هذه المعلومات ويسهم في تنشيطها وتحقيق كفاءتها. وبهذا تظهر العلاقة بين إتاحة المعلومات وتطبيق مبادئ وإجراءات الحوكمة في سبيل الحد من أعمال الغش والتلاعب ومن ثم رفع كفاءة الاسواق المالية، وذلك من خلال الاعتماد من جهة على هذه المعلومات في ممارسة الرقابة على مختلف جوانب أداء الشركات، ومن جهة أخرى إعادة الثقة لدى المتعاملين في أسواق المال، مما يساهم في تحسين المناخ الاستثماري المالي على مستوى المحلي أو الدولي.

مشكلة البحث:

وجهت الانهيارات المالية الكبيرة والمتعددة أنظار الباحثين لدراسة أسبابها وتعقيداتها ومحاولة إيجاد صيغة ملائمة تحول دون وقوع مثل هذه الانهيارات. فقد أثارَت أزمة الثقة بين مجالس الإدارات للشركات وملاكها الناتجة عن الفضائح المالية للشركات والبنوك العالمية الكبرى، أهمية إيجاد معايير مثلى لأفضل الممارسات والإجراءات في إدارة وتنظيم ومراقبة الشركات والإشراف الفعال عليها. إلا أن تجاهل الكثير من الشركات لأهمية وجود هذه المعايير التي تضمن حقوق المساهمين وارساء دعائم الثقة في الاسواق المالية، كما ان عدم إلزام هذه الشركات بتطبيق هذه المعايير من قبل الجهات المنظمة، قد يؤدي إلى إخفاء الكثير من المعلومات المالية، التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على أوضاع الشركة وأسهمها في السوق المالية. وبهذا تظهر العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات وتطبيق مبادئ الحوكمة في سبيل الحد من أعمال الغش والتلاعب ومن ثم رفع كفاءة السوق المالية.

لذا فإن البحث الحالي سيحاول الإجابة عن الاشكالية التالية :

- ما مدى مساهمة تطبيق مبادئ الحوكمة في تحسين مستوى الإفصاح والحد من ممارسات الغش وتوفير الثقة اللازمة للتعامل في الاسواق المالية ؟

أهمية البحث وأهدافه:

تتبع أهمية البحث من أهمية الموضوع نفسه، بوصفه أحد الموضوعات الحديثة في الأدبيات المالية المعاصر، ومن أهمية الدور الذي تضطلع به حوكمة الشركات باعتبارها تساهم في العديد من الجوانب، فهي تعمل على توفير عناصر الإدارة السليمة للشركات وتفعيل تطبيق الأدوات الرقابية والإشرافية فيها، بهدف توفير الشفافية

في المعلومات ورفع كفاءة الممارسات وإضافة المصداقية والثقة للمعاملات، بشكل يرفع أداء الشركات، ويساعد على زيادة ثقة المساهمين وحماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب سوء استخدام السلطة في مجلس الإدارة.

وتتجسد أهداف البحث في تقصي ما يمكن إيجازه في العناصر التالية:

- إبراز أهمية حوكمة الشركات ودورها في تحسين مستوى الإفصاح وتعزيز ثقة المساهمين في أسواق المال.
- بيان مدى تأثير الممارسات غير الأخلاقية على كفاءة السوق المالي.
- بيان مدى تأثير حوكمة الشركة في الحد من مظاهر الفساد.
- إظهار علاقة كفاءة السوق بالمعلومات المحاسبية المنشورة وتأثيرها على أسعار الأسهم.
- أثر الحوكمة على الأسواق المالية.

فرضيات البحث:

في ضوء الأهداف المحددة للبحث وضعت الفرضيات التالية:

1. الإفصاح الجيد يزيد في استقرار أسواق المال ويرفع من كفاءتها.
2. التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة يؤدي إلى تحقيق الشفافية والإفصاح في الأسواق المالية.
3. هناك ارتباط وثيق بين حوكمة الشركات وكفاءة أسواق المال.

منهجية البحث:

تستخدم هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتستمد معلوماتها من مصدرين متكاملين هما:

1- مصادر ثانوية (Secondary Sources): وتتمثل في مختلف المراجع المكتبية، بما من كتب ودوريات ومواقع ملائمة على شبكة الانترنت.

2- مصادر أولية (Primary Sources): وتتمثل في جميع البيانات من واقع النشريات والدراسات الصادرة الايام الدراسية و الندوات والملتقيات والمؤتمرات العلمية.

ونظرا لأهمية البحث وأثره على الاسواق المالية، فقد تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث محاور رئيسية:

المحور الأول: الاطار النظري لحوكمة الشركات من حيث المفهوم، الأهمية، المبادئ.

المحور الثاني: كفاءة السوق المالي، تعريفاتها .

المحور الثالث: أثر حوكمة الشركات على كفاءة الاسواق المالية.

المحور الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

ارتبط مصطلح حوكمة الشركات بالعولمة والأزمات المالية، هذه الأخيرة أوجدتها ظروف غير مستقرة واضطرابات وفوضى وتذبذبات اجتاحت العديد من أسواق المال العالمية، وألقت عليها بظلال من الشكوك وعدم الثقة، لتطرح معها المزيد من التساؤلات حول مدى مصداقية المعلومات المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة في الاسواق المالية، ومدى إمكانية الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات.

من هنا برزت جهود كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، لتبني اتجاه جديد لتحقيق الإصلاحات الهيكلية، اعتمادا على مجموعة من الإجراءات لتقييم برامج الإصلاح الاقتصادي، ليلوح في الأفق مصطلح الحوكمة كمدخل للرقابة، يضمن تحقيق الإفصاح والشفافية والمساءلة، بما يضمن حماية رؤوس الأموال في الشركات والأسواق المالية.

1- ماهية حوكمة الشركات وأهميتها

1-1- تعريف حوكمة الشركات:

حظي مصطلح حوكمة الشركات باهتمام العديد من الأكاديميين والباحثين والمحليين والممارسين، وذلك في إطار حل مشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة والملاك.

وقد كان من الصعوبة بمكان التوصل إلى تعريف موحد لهذا المصطلح، غير أن زيادة وتيرة تسارع العولمة المالية وما له من آثار على ترابط الأسواق المالية واستحداث أدوات مالية جديدة بصفة مستمرة، جعلت مجال حوكمة الشركات يتسع مع مرور الوقت، ونورد مجموعة من التعاريف كالتالي:

عرفت مؤسسة التمويل الدولية "IFC" حوكمة الشركات بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها". (1)

كما عرفها حماد عبد العال بأنها "النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والصرافة". (2)

يقودنا التعريفان السابقان إلى استنتاج مفاده أن حوكمة الشركات هي نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات.

وفي السياق ذاته جاء تعريف عبد الوهاب علي وشحاته السيد، ليظهر أهم مبادئ هذا النظام والأهداف التي يصبو إلى تحقيقها، إذ يعرفان حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كلا من الانضباط "Discipline" والشفافية "Transparency" والعدالة "Fairness"، وبالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات الإدارة فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل". (3)

استنادا إلى هذا التعريف، يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي أداة تمكن إدارة الشركة من تحقيق أهدافها على المدى البعيد بطريقة تحمي حقوق ذوي المصالح.

وبصورة بسيطة، حوكمة الشركات هي تعميق دور الرقابة ومتابعة الأداء في الشركات. (4)

وبناء على ما تقدم، فإن التعريفات السابقة تتضمن العديد من الجوانب أهمها:

- تعنى الحوكمة بوضع القوانين والمعايير التي تتضمن التحكم والسيطرة على التسيير.
- تعنى الحوكمة بمجموعة العلاقات بين مجلس الإدارة والملاك والمساهمين وأصحاب المصالح.
- تسعى الحوكمة إلى الحفاظ على حقوق المساهمين ورعاية مصالحهم بشكل عادل.

1-2- أهمية حوكمة الشركات

تتم أهمية حوكمة الشركات في كونها عملية ضرورية لضمان تحقيق أهداف الشركات، لاسيما ما يتعلق بتفعيل دور الجمعيات العامة للمساهمين للاضطلاع بمسؤولياتهم، وحماية دورهم الرقابي على أداء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في هذه الشركات، بما يكفل حماية حقوق أصحاب المصالح.

وتستمد الحوكمة أهميتها من اختصاصاتها بالجوانب التالية: (5)

- تحقيق الحياد والاستقلال لكافة العاملين في الشركات في مختلف المستويات التنظيمية.
- تقليل الأخطاء إلى أدنى قدر ممكن، والاعتماد على الضوابط الوقائية التي تمنع حدوث الأخطاء، ومن ثم تقادي تكاليف حدوثها.
- ضمان الاستفادة من نظم الرقابة الداخلية.

- التأكد من استقلالية وموضوعية وحيادية المراجعين الخارجيين، وضمان عدم تأثرهم بأي ضغوط من جانب مجلس إدارة الشركة، أو أي أطراف داخلية أخرى.
- 2- مبادئ حوكمة الشركات وقواعدها
- 1-2- مبادئ حوكمة الشركات
- تعد حوكمة الشركات بمثابة مجموعة من القواعد والمبادئ التي تحكم وتوجه وتسيطر على الإدارة، بما يعود بالفائدة على جميع الأطراف. وتستند تلك المبادئ إلى تجارب الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي "OCED"، حيث قامت المنظمة بإنشاء فريق عمل متخصص لوضع تلك المبادئ، كما تمت الاستفادة من إسهامات عدد من الدول غير الأعضاء وكذا إسهامات البنك الدولي.
- وعموما تتمثل المبادئ الدولية لحوكمة الشركات حسب "OCED" لعام 2004 النواحي التالية: (6)
- 1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: حيث تعمل الحوكمة على ضمان شفافية وكفاءة الأسواق المالية بما يتوافق مع حكم القانون، مع تحديد وتوزيع واضح للمسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.
- 2- حقوق المساهمين: يتعين أن يكفل إطار أساليب ممارسة حوكمة الشركات حماية المساهمين، حيث أن لهم حقوق ملكية معينة، وهي: الحق في تأمين طرق تسجيل الملكية، الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، الحق في الحصول على نصيب من الأرباح، حق المشاركة في التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين، الحق في نقل أو تحويل ملكية الأسهم، الحق في الحصول على مختلف المعلومات الضرورية المتعلقة بنشاط الشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة.
- 3- المعاملة المتكافئة للمساهمين: تضمن الحوكمة تحقيق المساواة في معاملة كافة المساهمين، بما فيهم الأقلية والمساهمين الأجانب، حيث يجب أن يحصل الجميع على الحقوق نفسها، كما ينبغي أن تتوفر للجميع القدرة على الحصول على المعلومات.
- 4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات: يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي تم إقرارها وفقا للقانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بينهم وبين الشركة، وتمكينهم من الاطلاع على المعلومات المطلوبة.
- 5- الإفصاح والشفافية: تضمن حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل الخاصة بتأسيس الشركة، وهذا بتوفير معلومات عن: النتائج المالية والتشغيلية للشركة، أهداف الشركة، أعضاء مجلس الإدارة، الرواتب والمزايا الممنوحة لكبار المسؤولين، و هيكل وسياسات حوكمة الشركات.
- و جدير بالذكر أنه يجب إعداد ومراجعة المعلومات وكذا الإفصاح عنها بأسلوب يتفق ومعايير الجودة المحاسبية والمالية، وأيضا بمتطلبات عمليات المراجعة، بهدف إتاحة التدقيق الموضوعي للأسلوب المستخدم في إعداد القوائم المالية وصياغة التقارير المالية.
- 6- مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن يتيح أسلوب ممارسة حوكمة الشركات الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن يضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين.
- لا ريب أن هذه المبادئ هي بمثابة نقاط مرجعية تضم عددا من العناصر المشتركة في ضوء حدوث تغييرات كبيرة في الظروف والتي تعد أساسا لحوكمة الشركات.

2-2- قواعد حوكمة الشركات:

يرتبط مفهوم حوكمة الشركات بشكل أساسي بسلوك الفئات المختلفة ذات الصلة بالشركات، لذا فهناك مجموعة من الخصائص، التي يجب أن تتوفر في هذه السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم. فهذه الخصائص تشكل الدعائم الأساسية لحوكمة الشركات، نذكر أهمها فيما يلي: (7)

- الشفافية (Transparency): أي تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث، بما يضمن تحقيق الثقة والنزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة الشركة، كما تضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة. وتؤمن هذه الخاصية توصيل معلومات محاسبية وإفصاحا ماليا وغير مالي، وأن تكون المعلومات صحيحة وواضحة وكاملة إلى كل الأطراف ذات المصلحة.
- المسؤولية (Responsibility): ويقصد بها توفير هيكل تنظيمي واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية، ومحاسبة المسؤولين ومتخذي القرارات عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين.
- المساءلة (Accountability): وهي قاعدة تقضي بمحاسبة متخذي القرارات في الشركة أو الذين ينفذون الأعمال، عن نتائج قراراتهم وأعمالهم تجاه الشركة والمساهمين، وإيجاد آلية لتحقيقها. (8)
- الوضوح (Clarity): ويقصد به أن تتسم القوائم والتقارير المالية بالوضوح والشفافية والعدالة عن إعدادها، ولتحقيق ذلك على الإدارة وعن طريق لجنة التدقيق أن تتحرى الفهم العام للقوائم المالية.
- الاستقلالية (Independence): وهي الآلية التي تقلل أو تلغي تضارب المصالح، حيث تبدأ هذه الآلية من تشكيل المجالس وتعيين اللجان إلى تعيين مراجع خارجي مستقل وكفاء ومؤهل، يقوم بممارسة عمله بما تقتضيه العناية والأصول المهنية، ليقدم تأكيده أو مصادقته بأن القوائم المالية تمثل بصدق حقيقة المركز المالي وأداء الشركة.
- العدالة (Justice): بمعنى ضمان معاملة متساوية للمساهمين كافة.

3- ركائز حوكمة الشركات

لقد أصاب العالم الفزع من حالات الانهيارات المالية والأزمات الاقتصادية التي شهدتها العديد من الدول في أسواق المال والشركات والبنوك، والتي كان أحد أهم أسبابها عدم الإفصاح الكامل وانعدام الشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المحاسبية والمالية، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تواطؤ بعض المسؤولين في الشركات مع أطراف ذات مصلحة واستغلال مناصبهم لتحقيق مآربهم.

ومن الطبيعي أن يستتبع ذلك شيوع الإهمال والتفريط بشكل أو بآخر من إدارة شؤون هذه الشركات في مراجعة الحسابات والفساد المحاسبي بتواطؤ مكاتب المحاسبة مع الإدارة التنفيذية لإخفاء انحرافات واختلاساتها بالتلاعب في الحسابات. (9)

من هذا المنطلق أخذ موضوع حوكمة الشركات يتبوأ قمة اهتمامات العالم، باعتبارها أداة لمكافحة مظاهر الفساد ومختلف الممارسات غير الأخلاقية، تركز على المحاور التالية:

أ- أخلاقيات الأعمال: لا ريب أن تعزيز قواعد الحوكمة الرشيدة بالقيم والسلوكيات التابعة من مرجعية أصيلة وأخلاقية، هو البلمس الشافي من الممارسات اللاأخلاقية. إذ أن وضع أسس قوية لحوكمة الشركات هو أحد الطرق لمجابهة هذه المعضلة، ومعضلات أخرى، وهو أمر أخذ في الازدياد، ليس فقط كأداة لزيادة الكفاءة وتحسين فرص إتاحة رأس المال وتأمين الحفاظ عليه، بل أيضا كأداة فعالة لمكافحة الفساد. وباختصار فإن

تحالف كل من الحوكمة الرشيدة للشركات والقيم والمبادئ الأخلاقية، يساعد الشركات على اجتياز حقول ألغام الفساد بها. (10)

وتنص اتفاقية بازل، فيما يتعلق بأخلاقيات الأعمال، ضمن النسختين المعدلتين سنتي 2005 و2006، على ثلاث أمور هي: (11)

- ضرورة وجود توافق بين سياسات الأجور والقيم الأخلاقية للمؤسسة المصرفية وكذلك مع استراتيجيتها هذه المؤسسة.
 - تحذر الاتفاقية المسيرين من القيام بعمليات المضاربة في الأسواق المالية بغية الحصول على عوائد مالية في المدى القصير، دون مراعاة عنصر المخاطرة الذي يشوب مثل هذه العمليات.
 - تفرض الاتفاقية على مجالس إدارة البنوك الموافقة على أجور المسيرين إلا إذا كانت متوافقة مع الأهداف الإستراتيجية للبنك، وعليه تطالب الاتفاقية بعدم خروج سياسة الأجور عن السياسة العامة للمؤسسة حتى يمكن تفادي المبالغة في اتخاذ المخاطر.
- ب- الرقابة والمساءلة: تعمل آليات حوكمة الشركات بصفة أساسية على حماية وضمأن حقوق المساهمين وكافة الأطراف ذات المصلحة المرتبطة بأعمال الشركة، وذلك من خلال إحكام الرقابة والسيطرة على أدائها من قبل: (12)

- أطراف رقابية عامة مثل: البنك المركزي، الهيئة العامة لسوق المال.
 - أطراف رقابية مباشرة مثل: المساهمين، مجلس الإدارة.
 - أطراف خارجية مثل: الموردين، العملاء، المقرضين.
 - لجنة المراجعة الداخلية: تهتم بالتقييم الحيادي للعمليات ونظام الرقابة الداخلية ومدى التزام إدارة الشركة بتطبيق المعايير المحاسبية المتفق عليها في اتخاذ القرارات من قبل مستخدميها. (13)
- ج- إدارة المخاطر: تعتبر حوكمة الشركات عملية إدارة المخاطر من بين الركائز الأساسية التي تعتمد عليها، ذلك أنها تمثل تلك العملية الديناميكية التي يتم فيها اتخاذ كافة الخطوات المناسبة للتعرف على المخاطر المؤثرة على أهداف الشركة والتعامل معها. (14)

4- مستوى الإفصاح وعلاقته بحوكمة الشركات

تحتاج الشركات في سياق عملها الاعتيادي إلى معلومات دقيقة وسليمة من أجل ضمان استمراريتها، وتعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح عن المعلومات المالية للعام 1837، حيث نشرت مجلة "Railway Magazine" مقالة عن الإفصاح، أشارت فيها إلى أثر الإبلاغ عن أرباح الشركات على سلوك المستثمرين، حيث ساد في الربع الأخير من القرن التاسع عشر اتجاه يحث على زيادة الإفصاحات المحاسبية، من حيث تقديمها معلومات عن الأرباح ورأس المال والاستهلاكات وتغيير الموجودات، ودعم التشريعات التي تزيد من الإفصاح في القوائم المالية والحد من البدائل في المعالجات المحاسبية. (15)

1-4- تعريف الإفصاح

تعددت التعاريف التي تناولت الإفصاح، حيث أشارت بعضها إلى أن الإفصاح هو: "اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع". (16) كما عرف بأنه "نشر المعلومات الضرورية للفئات التي تحتاجها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي يقوم بها السوق المالي، حيث أن الفئات المختلفة تحتاج للمعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات،

للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي ترغب بها." (17)

ويرى فريق آخر من الباحثين أن الإفصاح هو أحد الأركان الرئيسية للإعلام المحاسبي، ويعني تزويد المستخدمين الخارجيين بالمعلومات لغرض اتخاذ القرارات الاقتصادية. (18)

من خلال استعراض التعاريف السابقة فإنها تلتقي جميعا في أن الإفصاح هو الالتزام بسياسة الوضوح والشفافية في إظهار جميع المعلومات المحاسبية والحقائق المالية الهامة عن الشركات المقيدة في السوق المالية، التي من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية، والتي تهم الفئات الخارجية، على وجه الخصوص، بحيث تعينها على اتخاذ قرارات استثمارية وإقراضية رشيدة. (19)

2-4- أهمية الإفصاح

تظهر أهمية الإفصاح لكل من الأطراف التالية على النحو التالي: (20)

- بالنسبة للمستثمر: تتجلى أهمية الاستثمار في تحفيز اهتمامه بالأوراق المالية انطلاقا من المعلومات المنشورة من خلال القوائم والتقارير المالية التي تعدها إدارة الشركة، مما يضمن له بناء توقعات واقعية عن العائد الذي يمكن أن تدره عليه هذه الأوراق، هذا ما يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار في الشركة المعنية، وفق أسس سليمة بعيدا عن الشائعات والمضاربات، وبذلك يوفر الإفصاح حماية للمستثمرين، وبالتالي تتحسن صورة الشركة فتكتسب سمعة جيدة من حيث النزاهة والشفافية في السوق المالية المسجلة فيها.

- بالنسبة للسوق المالية: يمكن الإفصاح من خلق جو استثماري خال من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ومن المضاربة، مما يعزز الثقة في السوق، إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية في السوق، إذ تتوفر المعلومات المفيدة بشكل كاف، فإنه يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة، بما يضمن التسعير العادل لها.

إذن فالإفصاح عنصر جوهري من عناصر خلق الشفافية وتوطيد دعائم الثقة بالاستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال نشر كافة المعلومات المحاسبية والمالية بصورة دورية للمستثمرين، لأن المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية. (21)

3-4- علاقة الإفصاح بحوكمة الشركات

تبرز علاقة الإفصاح بحوكمة الشركات باعتباره من أهم مبادئها التي يجب على مجلس الإدارة أن يهتم بها، من خلال القوائم والتقارير المالية.

حيث تتجلى علاقة حوكمة الشركات بالقوائم المالية في التطبيق السليم لمبادئها، مما يساعد على تحقيق معدلات من الأرباح مناسبة، الأمر الذي يساعد الشركات على تدعيم رأسمالها وزيادة الاحتياطات وتراكمها بشكل مستمر، وهو ما يؤدي إلى توسع الشركات ونموها. (22) كما أن القوائم المالية تعتبر من أهم المقومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاقتصادية التي تقدم لأعضاء مجلس الإدارة لاتخاذ مثل هذه القرارات، حيث تتوقف نجاعة القرارات على جودة المعلومات الموجودة في تلك القوائم المالية.

أما عن علاقة التقرير المالي و الحوكمة فتتجسد في تحليل أو تأصيل جذور كل منهما، حيث يمكن اعتبار الإفصاح أساس أي نظام لحوكمة الشركات، وفي المقابل يحتاج نظام حوكمة الشركات إلى مستوى جيد من الإفصاح، ويعد الإفصاح أيضا واحدا من الأهداف الرئيسية لنظام التقرير المالي، حيث يرجح أن تعبر القوائم المالية عن نتيجة التعارض في الاهتمامات وتوازن القوى بين أصحاب المصالح، وأن المعلومات المفصحة عنها بواسطة التقارير المالية تصف ما تريده الأطراف الداخلية من خلال ما تفصح عن أنشطة وأداء الشركة. (23)

المحور الثاني: كفاءة السوق المالي

يعتبر السوق المالي المحور الرئيسي في عملية تنشيط الاستثمار، ذلك أنه يشكل الوعاء الذي تصب فيه المدخرات، التي يتم توجيهها لخلق طاقات إنتاجية جديدة. ولما كانت الشركات الشريان الرئيسي للأداء الاقتصادي في أسواق المال، فإن ما توفره من معلومات عن مركزها المالي، يشكل أساس الاستثمار في الأوراق المالية، وطالما أن المعلومات المحاسبية تشكل النواة الأولى التي تبنى عليها قرارات الشركة، فإن الالتزام بالإفصاح يساهم في الحفاظ على عدالة الفرص وشفافية المعلومات المحاسبية الواردة إلى السوق المالي، إضافة إلى تمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات، وصولاً إلى الأسعار الحقيقية لأسهمها، هذا مفاده زيادة حجم العمليات والصفقات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، ومن ثم رفع كفاءتها.

1- ماهية كفاءة السوق المالي ومتطلباتها

1-2- تعريف كفاءة السوق

وصف الاقتصادي (Fama) السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات بشكل تام." (24) ويشير ناصر بن غيث إلى أنه في ظل السوق الكفاء نجد: "أن أسعار تداول أسهم أو سندات أي من الشركات المدرجة تعكس بشكل حقيقي جميع المعلومات المتعلقة بتلك الشركة وبوضعها المالي وبأدائها عموماً." (25)

كما يعرفه مثنى عبد الإله ناصر بأنه السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

والجدير بالملاحظة أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم، فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنعاً بأن تقديراته سليمة وغير مبالغ فيها. (26)

وعليه يمكن القول بأن السوق الكفوة هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. (27) هذا يعني أنه في ظل السوق الكفوة تعكس القيمة السوقية للسهم تماماً قيمته الحقيقية "Intrinsic value"، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، وعلى هذا الأساس يمكن أن نميز بين مفهومين للكفاءة هما:

- أ- الكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market): ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغير فوري فيه ومن ثم لا تتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره (28). وتتصف الأسواق الكاملة بما يلي: (29)
 - يجب أن تكون المعلومات غير مكلفة ومتاحة لكافة المتعاملين في السوق، فتكون توقعات المستثمرين متماثلة.
 - عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
 - للمستثمرين الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدونها في الأسهم ودون شروط وبسهولة.
 - كافة الأفراد متعادلون في تعظيم المنفعة المتوقعة.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين، بما يؤدي إلى عدم تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
 - اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب- الكفاءة الاقتصادية (Economically Efficient Market): وفقا لهذا النوع يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم. (30) هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، أي أن كيفية تغير سعر ذلك السهم تكون بطيئة بعض الشيء، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا لدرجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية.

2-2- متطلبات كفاءة السوق

حتى تحقق السوق هدفها المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء والتوجيه الفعال للموارد المالية المتاحة، فإن الأمر يتطلب توفر سمتين أساسيتين هما:

أ- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العمولات، ودون أن تتاح فرصة لصناع السوق لتحقيق هامش ربح مغالى فيه. (31)

إذن فالكفاءة الداخلية هي كافة العوامل التي تساعد في تنشيط وتحسين وتسويق الأوراق المالية في البورصة، خاصة فيما يتعلق بتخفيض تكلفة التعامل.

ب- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): وفيها يعكس السوق تماما كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد القيم وذلك في أية لحظة. (32) هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، فتكون لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة. وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ ينبغي أن تكون كلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتوقع، أي أن كلفة إتمام الصفقات عند حدها الأدنى. (33)

وحتى تتحقق كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، لابد من توفير مجموعة من الشروط أهمها: (34)

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة.
- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، وما يتم من صفقات على هذه الأوراق، متاحة لجميع المتعاملين فيها على قدم المساواة.
- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيها معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل، بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.
- كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملون فيها محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بلجنة البورصة.

- أن توفر سوق الأوراق المالية خاصية سيولة هذه الأوراق المتداولة فيها.

- من الأمور التي يجب إدراكها أن مفهوم كفاءة السوق نسبي وليس مطلقا.

2-3- صيغ كفاءة السوق

يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق والمتمثلة فيما يلي:

أ- الشكل الضعيف: يقتضي هذا الفرض بأن "المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية، بشأن ما حدث من تغيرات على السهم وعلى حجم التعامل في الماضي." (35) هذا يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى

الجميع وهي موجودة مسبقا في الأسعار الحالية، ومن ثم لا يمكن استعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين للتفوق على غيرهم في تحقيق أرباح متميزة، لذا نطلق على هذا الشكل فكرة "الحركة العشوائية للأسعار".

ب- الشكل المتوسط: حسب هذا الشكل فإن أسعار الأوراق المالية، خاصة الأسهم، لا تعكس فقط التغيرات السابقة في السعر (المعلومات التاريخية) فحسب، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة لعامة الناس. (36) ما يهم هنا هو مدى استجابة السوق لتلك المعلومات وهل تتغير الأسعار بسرعة بمجرد وصولها إلى السوق؟ الاستجابة أو التغير هنا يعني أن الأسعار تعكس تلك المعلومات الواردة للسوق بالسرعة المطلوبة، التي قد تجعل المستثمرين يحققون أرباحا غير عادية على حساب غيرهم، وعليه كلما زادت سرعة استجابة السوق، كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة.

ج- الشكل القوي: يقصد به أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير المعروفة بعد. (37) أي أنه في ظل هذه الصيغة القوية للكفاءة يتوقع أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، حيث يفترض أن هناك فئات معينة من المستثمرين لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لم تتاح لغيرها بعد، واستعمالها في تحقيق أرباح تفوق أرباح غيرهم من المتعاملين.

المحور الثالث : أثر الإفصاح المحاسبي على كفاءة الأسواق المالية

يلعب الإفصاح المحاسبي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بأسواق المال، من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي تحققه، أي أن الإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء أو البيع، وكذلك زيادة حجم التعامل، ما يؤدي بدوره إلى تنشيط التداول في السوق المالية.

فالمستثمرون في حاجة إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وتقدير درجة المخاطر الخاصة بالأسهم، بالإضافة إلى تكوين محفظة ملائمة للأوراق المالية، بهدف تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات. (38)

1- علاقة المعلومات المحاسبية بكفاءة السوق المالية

تتوقف كفاءة السوق على مدى توافر المعلومات، من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، أي أنها تساعد في تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للورقة المالية بعيدا عن الشائعات.

فالمستثمر عند اتخاذ القرارات المتعلقة باستثمار أمواله، يعتمد على المعلومات المحاسبية الموجودة في القوائم المالية المنشورة والمتعلقة بالمركز المالي للشركات، لذا تعتبر المعلومات المحاسبية عاملا أساسيا في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وكذا عقد المقارنات بين فرص الاستثمار المتعددة المتعلقة بالشركات الأخرى المدرجة. (39)

ويعتبر تأثير المعلومات على السوق المالي في شقين كما يلي: (40)

أ- الدور التسييري (Facilitating role): وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع، بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

ب- الدور التأثيري (Influencing role): هنا يتوجب خلق توازن بين المخاطر والعوائد في محفظة الأوراق المالية، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة من جهة، ويحفظ الاستقرار للسوق المالي قدر الإمكان من جهة أخرى.

وعليه يمكن القول أن كفاءة السوق المالي تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المحاسبية، بحيث تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة والضرورية وفي الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

بناء على ما سبق فإن نجاح السوق المالي يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي: (41)

- الإفصاح المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي، من خلال توفير قدر كاف من المعلومات التي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
 - توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.
- يتضح مما سبق أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة. من هنا كان الإفصاح المالي المحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر القوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالي، وذلك عن طريق:
- متابعة التزام الشركات بتوفير معلومات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
 - تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
 - الالتزام بالمعايير الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
 - تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

2- أهمية المعلومات في ظل حوكمة الشركات

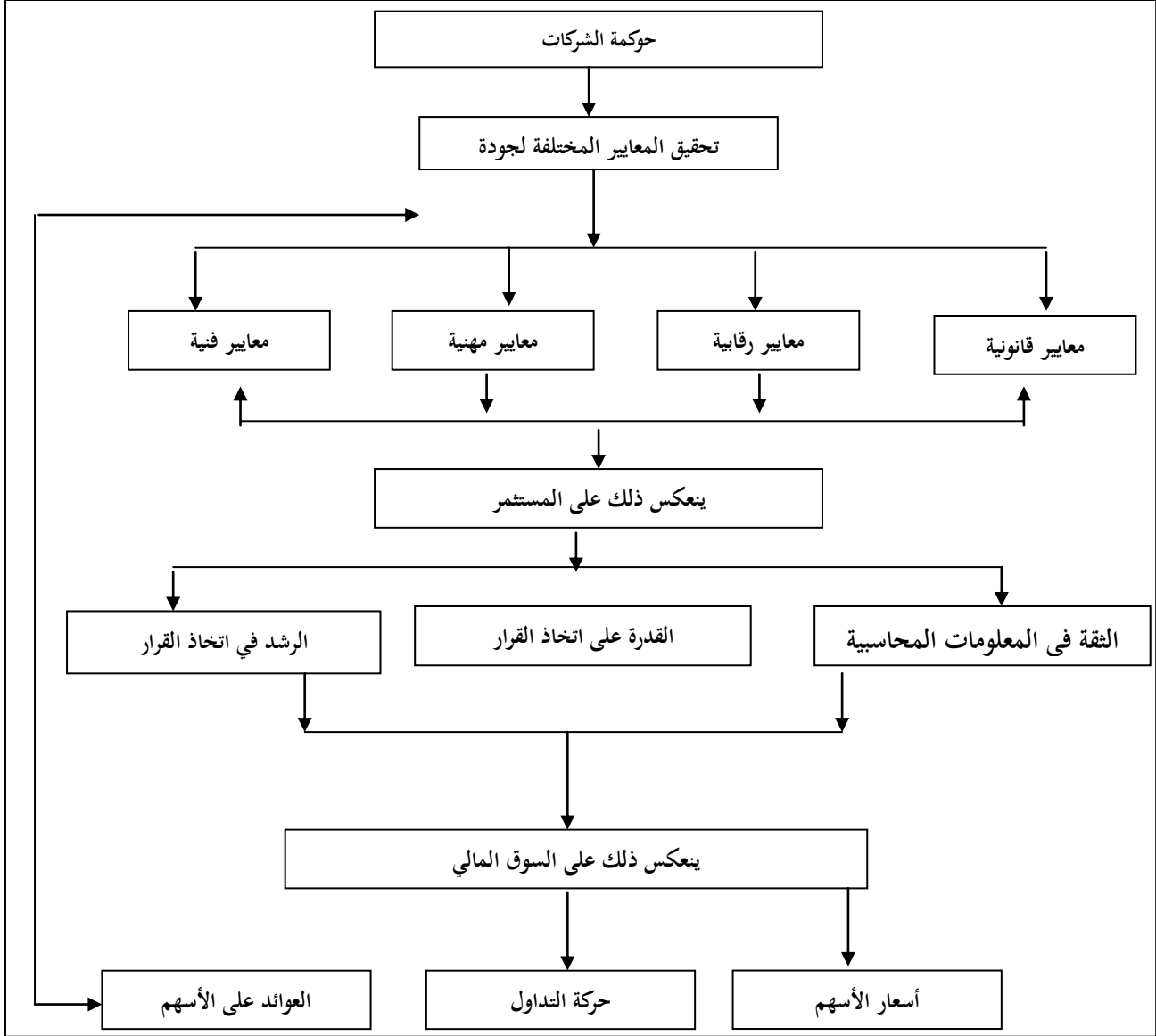
لا ريب أن أهم العوامل التي ظهرت من أجلها حوكمة الشركات، هو إعادة الثقة للمتعاملين في أسواق المال، وذلك بعد سلسلة الانهيارات التي طالت الكثير من الشركات العالمية العملاقة، والتي يمكن أن نؤكد أن معظمها افتقدت إلى دقة وصحة المعلومات المحاسبية.

هذه المعلومات تهدف إلى إعطاء تمثيل للواقع الاقتصادي للشركة، وعلى هذا الأساس جاء مبدأ الإفصاح والشفافية كمبدأ رئيسي تعتمد عليه حوكمة الشركات، والذي ينطوي على إعداد ومراجعة المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها بما يتوافق مع المعايير المتعارف عليها. (42)

فكل من الإفصاح والشفافية لهما دور في ضمان شفافية واستقامة وانتظام المعاملات في أسواق المال، وذلك حماية لدر سعر السهم في تقييم الشركة. ويبرز هذا الدور من خلال قواعد الشفافية والإفصاح، والتي يمكن الإشارة إليها من خلال النقاط التالية: (43)

- القواعد المتعلقة بإعلان القوائم المالية والحسابات الختامية لجمهور المساهمين بعد إخضاعها للمراجعة المستقلة.
- القواعد المتعلقة بعقد الجمعيات العمومية وضرورة إعلان أول أعمالها مسبقا والشروط المتعلقة بهذا الإعلان.
- القواعد المتعلقة بالغش، وإعلان المعلومات المضللة، أو مضاربة الشركة بأسهمها، مما قد يؤدي إلى ظهور حركة غير طبيعية لأسعار الأسهم.
- القواعد التي تستلزم من أصحاب الحصص الكبيرة، الإعلان عما يمتلكوه من حصص في رأسمال الشركة.

- القاعدة العامة تتمثل في أنه على الشركة الإعلان عن كافة المعلومات بحيث تكون صحيحة وكافية ويمكن الاعتماد عليها.
 - خلاصة البحث أن: حوكمة الشركات تهدف إلى تحسين مصداقية المعلومات المحاسبية وتحقيق سهولة فهمها، مما يزيد اهتمام المستثمرين وينعكس على الجوانب المختلفة للسوق المالي، كما يظهر ذلك في الشكل التالي:
- الشكل رقم (1): علاقة حوكمة الشركات بالمعلومات وتأثيرها على الأسواق



المصدر: محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية، عن موقع، www.ac.ly

- 3- أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة الأسواق المالية:
- ماذا لو لم تكن السوق كفؤة؟ تظهر كفاءة السوق المالية عند مقارنتها بحالة اللاكفاءة. فعندما تكون السوق كفؤة فإن الأسعار تعكس المعلومات بصدق وبسرعة بمجرد وصولها، ماذا لو لم يتحقق الشرطان؟ إن الأسعار في السوق الكفؤة عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، فإذا لم تنعكس المعلومات في الأسعار، فهذا يعني وجود فاصل بين وصول المعلومة وانعكاسها في الأسعار، يستغله بعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية

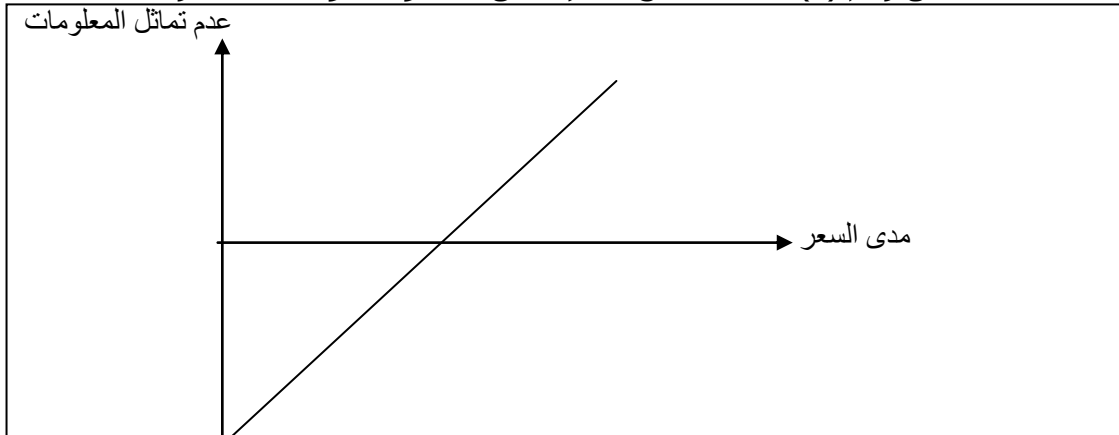
لأنها غير دائمة، فسرعان ما تنتشر تلك المعلومة بين كافة المستثمرين، ويصبح هامش أرباح أولئك المستثمرين معدوماً. في هذه الحالة يمكن التنبؤ بالأسعار، وهذا ما يعرف بالكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالية التي تبدأ بالانهيار تدريجياً.

إن غياب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فحصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة غير منشورة قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة. (44)

ففي ورقة بحثية بعنوان "التكنولوجيا وإنتاج المعلومات وكفاءة السوق"، ناقش كل من (Shleifer and Gildor) تأثير التكنولوجيا على الأسواق المالية، فحسب رأيهما أن التقدم التكنولوجي أدى إلى تطور الأسواق المالية بصورة ملحوظة، إلا أن مستوى جودة المعلومات قد تدهور، وذلك لاجتذاب أعداد غفيرة من المستثمرين عديمي الخبرة في مجال السوق المالية، كما أن قدرتهم ضعيفة لاستيعاب المعلومات المفصّل عنها وتقييم الأسهم وتحديد القرار الاستثماري الملائم على أساسها، فكانت خصائص أولئك المستثمرين بمثابة حافز قوي لدفع الشركات لتسوية المعلومات الواجب الإفصاح عنها وجعلها أكثر غموضاً، كما طالبوا بتنظيم برامج تعليم للمستثمرين وإصدار قواعد الإفصاح عن المعلومات. إذن تستطيع بعض الأطراف الداخلية للشركة في كثير من الحالات استغلال المعلومات المحاسبية قبل نشرها في القوائم والتقارير المالية لتحقيق أرباح غير عادية، كما قد تعتمد إدارة الشركة حجب بعض المعلومات على اعتقاد أنها تضر بمركزها التنافسي، وبهذا يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى انسحاب الأطراف التي لا تملك معلومات فيصغر بذلك حجم السوق وترتفع تكلفة العمليات، وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض سيولة الأسهم، مما يؤثر سلباً على حركة الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

وقد أظهر (Milgrom and Glosten) عام 1985، أن الفرق في السعر يزيد عندما تزداد أهمية المعلومات لدى الأطراف الداخلية، وكذلك عندما يرتفع عدد المتعاملين الذين يملكون المعلومات نسبة إلى عدد المتعاملين الذين هم بحاجة إلى سيولة جاهزة. إذن فزيادة عدم تماثل المعلومات بالنسبة لهم معين، تؤدي بالمختصين إلى وضع مدى "spread" واسع لتقليل التعامل في السهم حتى يختفي مدى السعر في السوق، كما هو موضح في الشكل التالي:

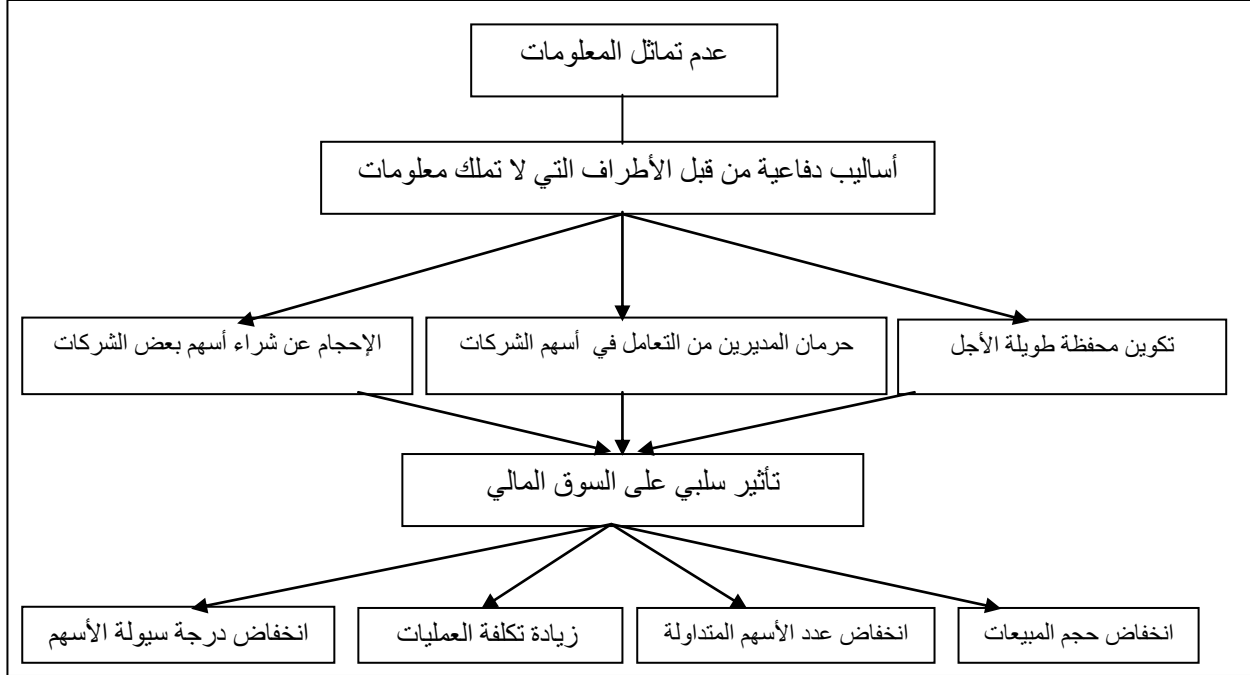
الشكل رقم (2): العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومدى السعر



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص24

وخلاصة ما سبق، هو أن تسريب المعلومات وتداولها وسط فئة محدودة من المتعاملين، ينطوي على تعامل مبني على الغش والخداع، كما أنه يضر بمصالح حملة الأوراق المالية، فضلاً على أنه يسبب إلى المناخ الاستثماري العام.

ويمكن توضيح آثار عدم تماثل المعلومات على أسواق المال من خلال الشكل التالي:
الشكل رقم (3): أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق المال



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص35

4- دور الإفصاح في تخفيض عدم تماثل المعلومات

يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تماثل المعلومات "Information Asymmetry" بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي وصولاً إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، إلى جانب زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق.

هذا من شأنه أن يخفض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهداً لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق. وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولة من خلاله طمأنته بصدق البيانات المفصح عنها، مدعمة ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي، وهناك ثلاث نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل فيما يلي: (45)

أ- نظريات التعاقدات الكفؤة "Efficient Contracts": وفقاً لهذه النظرية، فإن كافة الأطراف تتصرف بالرشد الاقتصادي، فيحاول كل منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف لطرف آخر. وقد أبرزت بحوث عديدة مثل: (Benston, 1986)، (Lew et Penman, 1990)، أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

ب- نظرية السلوك الانتهازي "opportunistic Behavior": تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات المستقبلية.

ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذا الغرض نذكر: (Watts, 1977)، (Hauthansen, 1981)، (Healy, 1985). إذ توصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف السياسية الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

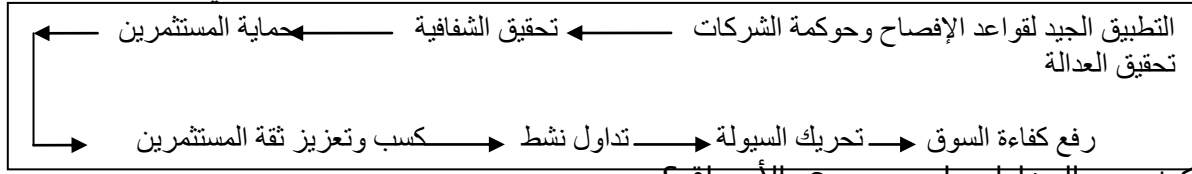
ج- نظرية توفير المعلومات "Information Perspective": تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم. ونظرا لحدائثة هذه النظرية، توجد دراستان فقط اختبرت فروضها، الأولى كانت لـ (Malmquist) عام 1990، أثبت من خلالها أن شركات البترول تختار بين طريقتي الجهود الناجحة والتكاليف الشاملة، وهما تعكسان نشاط الشركة في البحث والتنقيب، وبالتالي تظهر القيمة الاقتصادية للشركة. أما الدراسة الثانية التي قام بها (Main and Smith) عام 1990، فقد أثبتت أن الشركات القابضة تختار بين تجميع القوائم المحاسبية وبين فصلها، بناء على مدى اعتماد الشركتين القابضة والتابعة على بعضهما.

5- أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق المال، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق المال، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي: (46)

- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات.
- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق.
- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.
- وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:
- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات.
- حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد مع ارتفاع مستوى حوكمة الشركات هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائما إلى الحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة، مما يؤثر على أسعار الأسهم.
- حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي إلى حد ما، إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
- وجود علاقة ارتباطية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة السوق المالية.
- وبما أن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم. (47)
- في ظل هذه الرؤية يظهر عنصر الثقة كأحد السمات المميزة لنظام الحوكمة الجيد، لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين، وبهذا نقول أن الثقة هي إنتاج نظام الحوكمة.

ويمكن أن نلخص تأثير حوكمة الشركات على كفاءة أسواق المال من خلال المخطط التالي:



1-5- كيف يتم التضليل على مستوى الأسواق؟

أوضحت الأزمات نقاط ضعف في الرقابة على الأنشطة المالية للمؤسسات غير المالية، ومثال ذلك شركة "ENRON"، التي كانت صانع سوق رئيسي في سوق المشتقات الطاقوية، وإحدى الشركات الكبيرة التي تمد السوق بالسيولة. حيث قامت باستخدام أساليب محاسبية معقدة، الغرض منها حجب وعدم توضيح الإفراط في الاعتماد على الاقتراض لتمويل أنشطتها وإخفاء ضعف إيراداتها، فأدى ذلك إلى الإفراط في تنفيذ عمليات بالغة التعقيد خارج الميزانية، إلى صعوبة إدارتها واكتشافها بواسطة المحللين الماليين والمساهمين. ويمكن إرجاع ذلك إلى وجود بعض الثغرات في معايير المحاسبة الأمريكية في معالجة ومحاسبة الأنشطة التي تنفذ خارج الميزانية.

إن تفشي مثل هذه المظاهر التي توجي بالتضليل والتلاعب والفساد في بعض الشركات، من شأنها أن تشجع جوا من الإحباط والتوجس والريبة في الأسواق، مما يؤدي إلى تعثر عدد كبير من المتعاملين وعزوفهم عن الاستثمار، كما قد تترتب مخاطر أخرى منها: (48)

- ضعف الاستثمار وهروب الأموال خارج البلد.

- إحجام المستثمرين وعزوفهم عن الاستثمار محليا ودوليا.

- تعرض الشركات للخسارة والإفلاس.

- انكماش حجم المعاملات في أسواق المال.

فارتكاب أخطاء عن قصد أو حدوث تجاوزات في البيانات المحاسبية يعتبر تلاعبا محاسبيا يهدف إلى التأثير على اتجاه السوق، كما أن إجراء تغيير في الطرق والسياسات المحاسبية في الشركة من شأنه أن يغير من النتائج المحققة.

ويمكن إظهار بعض التجاوزات فيما يلي: (49)

أ- التلاعب في الدفاتر والسجلات: قد يعتمد المحاسب ارتكاب عمليات وهمية في دفاتر وسجلات الشركة بغية تغطية تلاعب ما، كإضافة أسماء وهمية إلى كشف أجور العمال أو تزوير إيصالات الدفع... الخ.

ب- التلاعب في حسابات الشركة: قد تتبع الشركة طرقا غير مشروعة قصد التأثير على دلالة القوائم المالية وعلى نتيجة الشركة ومركزها المالي، ويمكن أن يكون التلاعب قصد تضخيم نتيجة الدورة أو العكس.

ج- التعامل الداخلي: ويقصد به استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص المطلعين أو غير المطلعين، ممن آلت إليهم معلومات داخلية في تحقيق مكاسب مادية أو معنوية. (50)

2-5- دور حوكمة الشركات في مواجهة الفساد

إن حوكمة الشركات لا تعني فقط مجرد الالتزام بتطبيق مجموعة من القواعد واحترامها، وإنما هي ثقافة وأسلوب لضبط العلاقة بين مالكي الشركة ومديريها والمساهمين والمتعاملين معها.

وكما سبق وأن أشرنا فإن كفاءة السوق المالي تتطلب العديد من المقومات والأخلاقيات، نخص بالذكر في هذا الصدد الأهم منها كالآتي:

أ- تحسين مستوى الإفصاح: يتبنى المحاسبون والمراجعون مدخلين أساسيين لتبرير الحاجة إلى مراجعة المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير والقوائم المالية، بهدف توفير الحياد والصدق وتعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية المستمدة من تلك القوائم والتقارير، كأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ويتمثل هذان المدخلان في: (51)

• مدخل تعارض المصالح: يشير هذا المدخل إلى المصالح الذاتية لمعدي القوائم المالية ومستخدميها، حيث أن أهداف مستخدمي المعلومات المحاسبية تختلف عن أهداف معديها، هذا ما يتطلب وجود مراجع محايد يكون كفؤاً، حتى يؤكد عدالة تعبير القوائم المالية عن المركز المالي ونتيجة الأعمال والتغيرات التي حدثت في المركز المالي.

ويظهر التعارض في أن إدارة الشركة تسعى جاهدة إلى تعظيم هدفها ومنفعتيها باستخدام سياسات محاسبية معينة تمكنها من تحقيق فائض وتحسين مركزها المالي، بينما يرغب المساهمون في الحصول على أكبر عائد عن الأسهم التي بحوزتهم، ويذكر كل من "Watts et Zimmerman" أن التعارض في المصالح داخل الشركة يتمثل في:

- التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة المتعلقة بأصحاب حقوق الملكية.
- التعارض في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم والسندات الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة المتعلقة برأس المال المقترض.

ويرى "David" في دراسته أن الطلب على خدمات المراجعة ناتج عن التعارض في المصالح، بين الإدارة باعتبارها الطرف الذي يعد المعلومات المحاسبية، وبين المساهمين بوصفهم الطرف الذي يستخدم تلك المعلومات في تقييم نتائج أداء الشركة.

- مدخل تعظيم استخدام المعلومات المحاسبية: إذا كانت الحاجة إلى وجود المراجعة قد اتضحت بسبب وجود مصالح متعارضة، فإن الحاجة إلى تطوير المراجعة واتساع مجال تطبيقها، يمكن أن تجد مبررها باستخدام مدخل تعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية.
- فقد أثبتت إحدى الدراسات أن الحاجة إلى تعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية تزداد في حالة تعارض المصالح لمستخدمي تلك المعلومات، إذ أن تعارض المصالح لا ينشئ الحاجة إلى المراجعة، ولكنه يكشف عن أهمية تلك الحاجة، وبذلك يعتبر مدخل تعارض المصالح كاشفاً عن أهمية المراجعة، بينما يعتبر مدخل تعظيم استخدام المعلومات المحاسبية كافياً لتبرير الحاجة إلى المراجعة، وهو أعم وأشمل من المدخل السابق.
- أي أن فعالية هيكل حوكمة الشركات تعتمد على قدرتها للحد من حالات المعلومات غير المماثلة وتضارب المصالح. (52)

ب- الحاجة إلى معايير محاسبية لتقليص عدم تماثل المعلومات: مساندة للتطورات الحديثة للمالية العالمية، أصبحت هناك حاجة ماسة إلى تدعيم العمل بالشفافية والرقابة وتطوير النظم المحاسبية من خلال إصدار معايير محاسبية موحدة، من شأنها توحيد الممارسات المحاسبية، مما يساهم في استقرار النظام المالي، وباعتبارها توفر إلى حد كبير المتطلبات الأساسية في البيانات المالية.
عملياً هناك نموذجان: (53)

- النموذج الأمريكي: ويتمثل في مجموعة المعايير الأمريكية المسماة "The US GAAP" التي تقوم على قواعد مفصلة جداً ويرغب في تطبيقها على المستوى العالمي.

- النموذج الأوروبي: متمثلاً في لجنة المعايير المحاسبية الدولية "IASB" والتي تركز على المبادئ أكثر مما تقوم على التوافق مع القواعد الرسمية المفصلة. هذه المعايير تمت المصادقة عليها من طرف البرلمان الأوروبي سنة 2002، لتعتمد كمرجع محاسبي انطلاقاً من سنة 2005 لجميع الشركات المقيدة بالبورصة الأوروبية. وجدير بالتنويه أنه في سنة 2001 تم استبدال هذه اللجنة بمجلس معايير المحاسبة الدولية، حيث اعتمد المعايير الدولية السابقة وأخذ على عاتقه مسؤولية تعديل هذه المعايير وتفسيرها، ليظهر مفهوم جديد باسم المعايير الدولية للتقارير المالية "IFRS" بدلاً من مصطلح معايير المحاسبة الدولية، حتى يمكن التمييز بينهما (54).
- من العرض السابق نخلص إلى أن الصدق في التعامل بالأوراق المالية يتطلب تحديد هدفين أساسيين هما: توفير المعلومات المالية وغير المالية الضرورية والمفيدة عن الشركات قبل طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام على المستثمرين.
- منع الغش، الخداع، والتضليل ومختلف التعاملات اللاأخلاقية ومظاهر الفساد في تداول الأوراق المالية. غير أن تحقق هذين الهدفين مرهون إلى حد كبير بمدى التزام الشركات بتطبيق قواعد الإفصاح، من جهة، ومن جهة أخرى بتطبيق نظام الحوكمة باعتبارها جهازاً رقابياً يحسن من مستوى الإفصاح والشفافية.

الخاتمة:

تعتبر حوكمة الشركات إحدى المتطلبات الجديدة للنهوض بالاقتصاد، من خلال الانعكاس الإيجابي لتطبيق مبادئها القائمة على الإفصاح والشفافية، من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال، خاصة وأن هذه الأخيرة تعد مصدراً هاماً للتمويل وتقديم المعلومات المتعلقة بتلك الشركات. وقد تبين الآن أكثر من أي وقت مضى، أن تبني نظام شفاف وعادل يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، والحد من أساليب التضليل، سواء عن طريق الالتزام بمبدأ حماية حقوق المساهمين الذي يضمن تشجيعهم على الاستثمار في الأوراق المالية دون خوف، أو من خلال مبدأ الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الذي يعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمراريتها، بما يضمن تنشيط السوق من جهة، والوصول إلى السعر الحقيقي للأسهم من جهة أخرى، ومن ثم رفع كفاءة السوق المالي. أي أن الطريق الجيد والصحيح لحوكمة الشركات سيكون المدخل الفعال لتعزيز الإفصاح والشفافية، مما ينعكس بالإيجاب على كفاءة السوق المالي.

المراجع والإحالات:

1. يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق: مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص: 4.
2. حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات، شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم- المبادئ- التجارب- المتطلبات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 22.
3. عبد الوهاب نصر علي وشحاتة السيد شحاته، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006، ص: 17.
4. يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007، ص: 7.
5. مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد (2)، المجلد 46، جوان 2009، ص: 18.
6. أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية- دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد (1)، المجلد 45، الإسكندرية، جانفي 2008، ص: 10.
7. مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات: حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد (1)، المجلد 24، دمشق، 2008، ص: 97.
8. حمدي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة: إداري- تجاري- سياسي- دولي، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، 2008، ص: 265.

9. محمد عباس السراجي، الحوكمة في مواجهة أزماتنا الاقتصادية، جريدة اليمن، أفريل 2009، ص: 6، عن موقع: www.algomhoriah.net
10. جون د، سوليفان، تقديم: جورج كيل، البوصلة الأخلاقية للشركات.. أدوات مكافحة الفساد قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، الدليل السابع، ص: 18، عن موقع:
11. عبد الرحمن العايب، إشكالية حوكمة الشركات واحترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة، الملتقى الوطني حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة- الجزائر، نوفمبر 2009، ص: 17.
12. إبراهيم السيد المليجي، دراسة واختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على فجوة التوقعات في بيئة الممارسة المهنية في مصر، عن موقع: www.faculty.ksu.edu.sa/72669/Publications
13. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: مفاهيم- مبادئ- تجارب، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 47.
14. أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص: 588.
15. Brief. Richard P, The accountants responsibility historical perspective, the Accounting Review, April 1975, p.268.
16. طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 80.
17. علي العبد خليل سعادة، مجلة المدقق الأردنية، العدد 76/75، الأردن، مارس 2008، ص- ص: 20- 23.
18. حنان رضوان حلوة وأسامة أبو جاموس فوز الدين، أسس المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2004، ص: 61.
19. فيروز رجال، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (1999- 2003)، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة - الجزائر، 2004، ص: 16.
20. لمزيد من الاطلاع ارجع إلى: - الإفصاح، عن موقع: www.jsc-gov.jo
- ماجد شوقي، حوكمة الشركات، سهولة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة، صعوبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة، عن موقع: www-cip-egypt.org
- سوق المال: الإفصاح (6)، ورقة مرجعية حول سياسات وإجراءات الإفصاح (أ)، 7 جويلية 2002، عن موقع: www.alwatan.com
21. محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد (1)، مجلد 23، دمشق- سوريا، 2007، ص: 147.
22. الخضير محسن أحمد، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص: 67.
23. عفيفي هلال عبد الفتاح، العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية: دراسة اختيارية في البيئة المصرية، مجلة البحوث التجارية، جامعة الزقازيق، العدد (1)، المجلد 30، مصر، 2008، ص: 429.
24. Fama E.T, Efficient Capital Markets, a review of theory and empirical work, journal of Finance, May 1970, p.383.
25. ناصر بن أحمد غيث، أسواق الأوراق المالية: الكفاءة والشفافية، 25 أوت 2002، عن موقع: www.albayan.co.ae
26. مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، ندوة حول دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص: 4.
27. حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 181.
28. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، ورقة- الجزائر، 2010/2009، ص: 182.
29. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص: 250.
30. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 2008، ص: 32.
31. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص: 182.
32. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازور دي العلمية للنشر، عمان- الأردن، 2009، ص - ص: 205- 206.
33. محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية: دراسة حالة دول المغرب العربي، رسالة دكتوراه، الجزء 2، سطيف- الجزائر، 1997، ص: 372.
34. زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة- مصر، 2007، ص: 194.

35. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 108.
36. Bertrand.J et Solnik B, Les Marchés financiers et La Gestion de Portefeuille, 2ème Edition, Dunnod, Paris, 1976, p. 7.
37. Philippe Gillet, l'efficience des marchés financiers, economica, 2ème Edition, 2006, p. 21.
38. حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم وسندات- صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998، ص: 177.
39. أمين السيد أحمد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2008، ص. 76.
40. نهلة أبو العز، الميزانية مفتاح الشفافية: تقرير المراجع دليل المستثمر الذكي والإفصاح المحاسبي ضرورة، جريدة الاقتصادية، العدد 1844، مصر، 2003/10/13، عن موقع، www.ik.ahram.org.eg
41. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية، عن موقع، www.ac.ly
42. محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 132.
43. محمود أبو الوفا، حوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات، تاريخ الاطلاع: 2009/11/2، عن موقع: www.behos.maktoobblog.com
44. المعتمد بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة- دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008، ص- ص. 149- 150.
45. كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 33.
46. Solnik.B et Jackillat B.op.cit, p. 20.
47. Diamond D.W ...verrecchia.R.E, Disclosure, liquidity and the clientele of capital, journal of Finance, septembre, 1991, p. 1325.
48. جهاد خليل الوزير، دور حوكمة الشركات في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، أيلول 2007، موسوعة الاقتصاد والتمويل، عن موقع: www.iefpedia.com
49. مسلم علاوي شبلي ومحمد حسين منهل، بناء منظور استراتيجي لنظام الحوكمة وقياس مستوى أدائه: دراسة استطلاعية في جامعة البصرة، حزيران 2008، عن موقع: www.nazaha.iq/search_web/edare/9.doc
50. محمد التهامي طواهر ومسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات، " ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 144.
51. الإفصاح، عن موقع: www.jsc.gov.jo
52. Constant DJAMA, Fraude à l'information comptable et financière : le rôle des autorités de régulation, publié dan : la comptabilité, le contrôle et l'audit entre changement et stabilité, version 1, France.2008. (ترجمتنا الخاصة)
53. بشير بن عيشي ودبلة فاتح، حوكمة الشركات كأداة الضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء السوق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة، ص: 8، عن الموقع، www.jps.dir.com
54. جودي محمد رمزي، إصلاح النظام المحاسبي الجزائري للتوافق مع المعايير المحاسبية الدولية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 6، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2009، ص: 73.